

# 한세실업

# BUY(유지)

105630 기업분석 | 의료

목표주가(유지)	24,000원	현재주가(11/17)	17,850원	Up/Downside	+34.5%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 11. 18

## 탐방노트: 벤더 경쟁력 상승 중

### Comment

**4Q20 OEM 수주 단가와 수주량 호조세 확인:** 4Q20 북미 주요 바이어들의 오더량이 큰 폭으로 증가하고, 평균 수주단가도 10% 내외 상승하는 등 본업의 실적 회복 가시성이 예상보다 높은 것으로 파악된다. GAP 키즈나 타겟, 월마트 등 기존의 빅 바이어들이 카테고리를 다변화함에 따른 수요세가 동사에게 유입되는 것으로 보이며, 특히 대규모 물량으로서 안정적 이익을 낼 수 있는 코어프로그램의 수주 증가가 OEM 마진 개선으로 이어지는 양상이다. 3Q20까지의 성장 포인트였던 방호복이나 마스크 매출은 4Q20에 최소한으로 발생한다는 가정에도 불구하고, 본업에서의 수주 단가 상승과 가동률 회복은 2021년 실적 기대치를 높이는데 기인할 것으로도 기대된다.

**수직계열화 성과 조금씩 개시 중:** 코로나19로 인한 글로벌 위기 시대에 벤더 콘솔리데이션의 급속화가 동사에게 긍정 효과로 작용하고 있는 것으로 판단하며, 빅 바이어들과의 전략적 관계로 나아가고 있다는 점은 해외 Peer와의 밸류에이션 수준을 동등하게 가져갈 수 있는 투자 포인트가 될 수 있다. 방호복과 마스크 생산으로 위기 시대에 대응력을 높게 평가 받으면서 바이어들 사이에서 벤더 간의 경쟁 우위를 점하게 된 것으로도 판단할 수 있다. 또한 원부자재 수직계열화와 관련한 투자를 지속하고 있는데 주요 바이어로부터 칼라일터치가 공식 원단 구매처로 지정될 만큼 성과를 이루고 있어 동사의 마진 상한선이 높아질 여력은 커지고 있다고 보여진다.

### Action

**경쟁력 상승, 선호 관점 유지:** 2021년 가이던스 영업이익률이 단순한 내부 목표에 불과하진 않을 수 있다는 기대감을 갖고 있어도 좋을 듯 하다. 위기의 시대 속에서 기회를 잡았고, 그 기회를 벗삼아 벤더 경쟁력을 향상시키고 있다고 판단되어 긍정적이다. 여전히 매수 관점에서 접근을 권한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
	(단위: 십억원 원 배 %)																		
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	6,810/20,150원												
매출액	1,713	1,922	1,990	2,022	2,139	KOSDAQ /KOSPI	839/2,539pt												
(증가율)	0.1	12.2	3.5	1.6	5.8	시가총액	7,140억원												
영업이익	39	59	68	84	122	60일-평균거래량	372,977												
(증가율)	-31.7	52.7	15.6	23.6	44.3	외국인지분율	7.1%												
지배주주순이익	-51	0	42	53	85	60일-외국인지분율변동주이	-0.1%p												
EPS	-1,269	-6	1,061	1,322	2,117	주요주주	한세에스24홀딩스 외 11 인 56.7%												
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	16.8	13.5	8.4														
PBR (H/L)	2.8/1.4	3.2/1.7	1.7	1.6	1.4	<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>-1.7</td> <td>24.4</td> <td>-9.2</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>-9.3</td> <td>17.9</td> <td>-22.6</td> </tr> </tbody> </table>		주가상승률	1M	3M	12M	절대기준	-1.7	24.4	-9.2	상대기준	-9.3	17.9	-22.6
주가상승률	1M	3M	12M																
절대기준	-1.7	24.4	-9.2																
상대기준	-9.3	17.9	-22.6																
EV/EBITDA (H/L)	22.0/13.3	15.9/10.1	10.5	9.7	7.1														
영업이익률	2.3	3.1	3.4	4.2	5.7														
ROE	-11.4	-0.1	10.4	12.1	17.4														

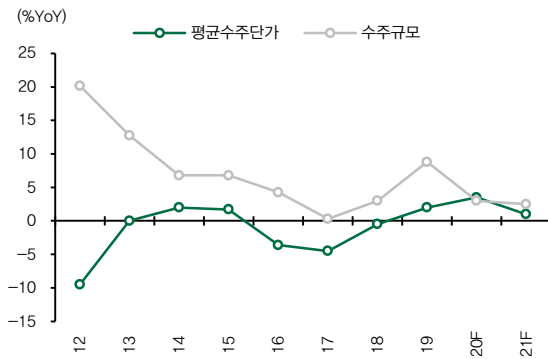
도표 1. 한세실업 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	19	20E	21E
<b>연결매출</b>	<b>394</b>	<b>454</b>	<b>636</b>	<b>506</b>	<b>454</b>	<b>492</b>	<b>554</b>	<b>523</b>	<b>1,922</b>	<b>1,990</b>	<b>2,022</b>
%YoY	-6.8	5.6	11.1	1.7	15.1	8.5	-13.0	3.3	12.2	3.5	1.6
OEM	347	392	590	439	389	424	495	476	1,615	1,768	1,785
%YoY	0.4	10.5	16.6	7.6	12.0	8.2	-16.0	8.3	16.2	9.5	0.9
엠케이	47	61	47	67	65	68	58	47	307	221	237
%YoY	-39.2	-17.8	-30.2	-25.3	38.1	10.0	25.6	-30.1	-4.8	-28.0	7.2
매출총이익	76	73	117	97	91	93	122	88	402	363	394
% of sales	21.8	18.6	19.9	19.2	23.3	22.0	24.6	16.8	24.9	20.5	22.1
<b>영업이익</b>	<b>5</b>	<b>-1</b>	<b>50</b>	<b>14</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>39</b>	<b>27</b>	<b>59</b>	<b>68</b>	<b>84</b>
%YoY	1.9	NA	29.0	NA	74.1	NA	-23.1	88.9	52.9	15.6	23.6
% of sales	1.3	-0.3	7.9	2.8	2.0	2.0	7.0	5.1	3.1	3.4	4.2
OEM	10.0	1.6	51.8	9.3	10.4	11.2	40.5	19.3	82.9	72.7	81.3
%YoY	7.3	-91.0	25.9	-35.2	3.9	588.8	-21.8	106.1	129.1	-12.3	11.8
% of sales	2.5	0.4	8.1	1.8	2.3	2.3	7.3	3.7	4.3	3.7	4.0
엠케이	-4.8	-3.1	-1.4	4.8	-1.3	-1.4	-1.8	7.4	-23.9	-4.5	3.0
%YoY	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	55.1	NA	NA	NA
% of sales	-10.2	-5.1	-3.0	7.2	-2.0	-2.0	-3.0	15.9	-7.8	-2.0	1.3

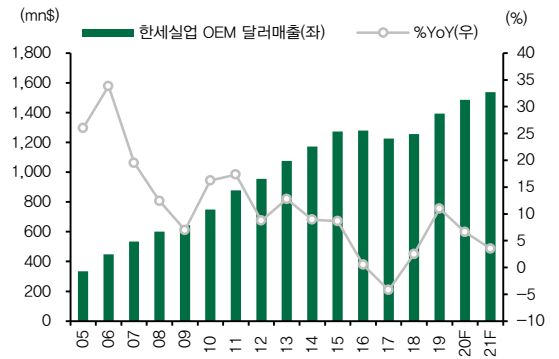
자료: DB금융투자

도표 2. 한세실업 평균 수주단가와 수주량 추이



자료: DB금융투자

도표 3. 한세실업 OEM 매출 성장 추이



자료: DB금융투자

**대차대조표**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
유동자산	826	740	948	1,095	1,162
현금및현금성자산	36	82	115	238	287
매출채권및기타채권	206	181	218	220	228
재고자산	295	295	302	311	327
비유동자산	345	440	417	407	410
유형자산	182	186	166	155	158
무형자산	28	8	5	6	6
투자자산	66	148	148	148	148
자산총계	1,171	1,179	1,389	1,526	1,596
유동부채	589	641	728	792	798
매입채무및기타채무	93	104	106	110	116
단기차입금및단기차	391	464	544	604	604
유동성장기부채	72	12	17	17	17
비유동부채	89	83	183	223	223
시차및장기차입금	40	29	129	169	169
부채총계	678	724	912	1,016	1,022
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	52	55	55	55	55
이익잉여금	367	350	373	406	471
비지배주주지분	80	57	57	56	55
잔잉여금	493	455	477	510	574

**손익계산서**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
매출액	1,713	1,922	1,990	2,022	2,139
매출원가	1,326	1,521	1,627	1,628	1,679
매출총이익	387	402	363	394	460
판관비	348	343	294	309	338
영업이익	39	59	68	84	122
EBITDA	64	101	116	124	161
영업외손익	-87	-66	-19	-23	-23
금융손익	-7	-11	-19	-13	-23
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-80	-55	0	-10	0
세전이익	-48	-7	49	62	99
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-50	-17	42	52	84
지배주주지분순이익	-51	0	42	53	85
비지배주주지분순이익	1	-17	0	-1	-1
총포괄이익	-51	-17	42	52	84
증감률(%YoY)					
매출액	0.1	12.2	3.5	1.6	5.8
영업이익	-31.7	52.7	15.6	23.6	44.3
EPS	적전	적지	흑전	24.6	60.1

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

**현금흐름표**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	-21	88	83	92	137
당기순이익	-50	-17	42	52	84
현금유출이없는비용및수익	115	121	74	71	77
유형및무형자산상각비	26	42	48	39	40
영업관련자산부채변동	-80	4	-25	-22	-10
매출채권및기타채권의감소	-22	27	-37	-1	-9
재고자산의감소	-62	-14	-7	-9	-16
매입채무및기타채무의증가	0	8	2	4	6
투자활동현금흐름	-25	-15	-21	-21	-37
CAPEX	-32	-45	-25	-29	-43
투자자산의순증	8	-82	0	0	0
재무활동현금흐름	20	-27	142	52	-50
시차및차입금의 증가	42	32	185	100	0
자본금및자본잉여금의증가	6	3	0	0	0
배당금지급	-19	-19	-20	-20	-20
기타현금흐름	0	0	-171	0	0
현금의증가	-26	46	33	123	50
기초현금	63	36	82	115	238
기말현금	36	82	115	238	287

**주요 투자지표**

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당이익(원)	-1,269	-6	1,061	1,322	2,117
EPS	10,306	9,945	10,515	11,347	12,974
BPS	450	500	500	500	500
DPS					
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	16.8	13.5	8.4
P/B	1.9	1.7	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	16.7	10.4	10.5	9.7	7.1
수익성(%)					
영업이익률	2.3	3.1	3.4	4.2	5.7
EBITDA마진	3.8	5.2	5.8	6.1	7.5
순이익률	-2.9	-0.9	2.1	2.6	3.9
ROE	-11.4	-0.1	10.4	12.1	17.4
ROA	-4.2	-1.5	3.3	3.6	5.4
ROIC	5.3	17.9	7.6	9.3	13.2
안정성및기타					
부채비율(%)	137.6	159.2	191.0	199.1	177.9
이자보상배율(배)	2.6	3.0	2.9	2.9	4.0
배당성향(배)	-35.5	-113.6	46.7	37.5	23.4

자료: 한세실업 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

**Compliance Notice**

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

**1년간 투자이견 비율 (2020-10-07 기준) - 매수(88.8%) 중립(11.2%) 매도(0.0%)**

■ 기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

**한세실업 현재주 및 목표주가 차트**



**최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경**

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/08/16	Buy	22,000	-11.3	8.6	20/08/18	Buy	18,000	-4.4	9.7
19/02/15	Buy	29,000	-12.0	-1.7	20/10/23	Buy	24,000	-	-
19/04/01	Buy	37,000	-21.2	-16.1					
19/05/16	Buy	34,000	-41.2	-26.9					
19/11/15	Buy	25,000	-36.2	-24.6					
20/03/16	Buy	14,000	-27.3	-11.1					
20/05/18	Hold	12,000	-2.6	19.6					

주: \*표는 담당자 변경